



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

***Valuation* – Fluminense Football Club**

A análise do valor econômico-financeiro do clube

João Guilherme Rezende Bezerra Lobo

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS - CCS

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

Graduação em Administração de Empresas

Rio de Janeiro, 29 de novembro de 2025.



João Guilherme Lobo

Valuation – Fluminense Football Club
A análise do valor econômico-financeiro do clube

Trabalho de Conclusão de Curso

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado ao curso de graduação em Administração da PUC-Rio como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Orientadora: Naielly Lopes Marques

Rio de Janeiro
Novembro de 2025.

Agradecimentos

Agradeço, acima de tudo, aos meus pais, por me ensinarem, desde cedo, que é possível conquistar qualquer objetivo com honestidade, esforço e respeito aos outros. Essa convicção foi, sem dúvida, o maior presente que poderia receber. Dedico este trabalho também a mim mesmo, por ter acreditado, mesmo diante das incertezas, que cada desafio seria uma oportunidade de crescimento e aprendizado. Por fim, estendo minha gratidão a todos os professores da graduação – em especial à minha orientadora, Naielly Marques – pela orientação e pelos ensinamentos que, de forma direta ou indireta, contribuíram para a construção desta trajetória na PUC-Rio.

Resumo

Lobo, João Guilherme Rezende Bezerra. *Valuation – Fluminense Football Club: A análise do valor econômico-financeiro do clube*. Rio de Janeiro, 2025. Número de páginas: 30. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O presente trabalho tem como objetivo estimar o valor justo do Fluminense Football Club por meio do método do Fluxo de Caixa Descontado (DCF), analisando seus indicadores econômico-financeiros e comparando os resultados obtidos com o *valuation* elaborado pelo Banco BTG Pactual, no contexto da proposta de transformação do clube em Sociedade Anônima do Futebol (SAF). A pesquisa utilizou dados financeiros históricos e projeções para o período de 2025 a 2029, considerando premissas operacionais, macroeconômicas e setoriais. O modelo desenvolvido resultou em um valor de aproximadamente R\$ 1,09 bilhão, valor próximo ao estimado pelo BTG, demonstrando coerência entre as premissas adotadas e a realidade financeira do clube. Os resultados evidenciam a importância da profissionalização da gestão e da entrada de investimentos via SAF para a sustentabilidade financeira e o fortalecimento competitivo do Fluminense no longo prazo.

Palavras-chave: *Valuation*, Fluminense Football Club, Fluxo de Caixa Descontado (DCF), Sociedade Anônima do Futebol (SAF), Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), Análise de Sensibilidade, Finanças no Esporte.

Abstract

Lobo, João Guilherme Rezende Bezerra. Valuation – Fluminense Football Club: an Analysis of the Club's Economic and Financial Value. Rio de Janeiro, 2025. 30 pages. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This study aims to estimate the fair value of Fluminense Football Club using the Discounted Cash Flow (DCF) method, analyzing its economic and financial indicators and comparing the results with the valuation conducted by BTG Pactual Bank within the proposal to transform the club into a “Sociedade Anônima do Futebol” (SAF). The research used historical financial data and projections for the period 2025–2029, considering operational, macroeconomic, and sectoral assumptions. The model developed estimated a value of approximately BRL 1.09 billion, close to BTG's valuation, demonstrating consistency between the assumptions and the club's financial reality. The findings highlight the relevance of management professionalization and external investment through the SAF model as key drivers for the club's financial sustainability and long-term competitiveness.

Keywords: Valuation, Fluminense Football Club, Discounted Cash Flow (DCF), Football Corporation (SAF), Weighted Average Cost of Capital (WACC), Sensitivity Analysis, Sports Finance.

Sumário

1 . Introdução	4
1.1. Introdução ao Tema e ao Problema do Estudo	4
1.2. Objetivo Principal do Estudo	5
1.3. Objetivos Intermediários do Estudo	5
1.4. Delimitação do Estudo	6
1.5. Justificativa e Relevância do Estudo	6
2 Referencial Teórico	8
2.1. Fundamentos de <i>Valuation</i>	8
2.2. Fluxo de Caixa Livre Descontado	8
2.3. Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)	10
2.4. Custo de Capital de terceiros e Custo de Capital Próprio	11
2.5. Análise de sensibilidade	12
2.6. Análise do setor: Futebol Brasileiro	13
2.7. Fluminense Football Club	15
3 Metodologia	18
3.1. Tipo de Pesquisa	18
3.2. Coleta de Dados	18
3.3. Análise de Sensibilidade	23
4 Conclusões e Considerações do Estudo	25
5 Referências	27

Lista de Figuras

Figura 1: Método de Fluxo de Caixa.....	9
Figura 2: Receita acumulada dos top 20 times do Brasil	13
Figura 3: Variação de Receitas dos 20 principais clubes de 2023 a 2024	14
Figura 4: Superávits/Déficits dos principais clubes brasileiros (2018 - 2024).....	15
Figura 5: Arrecadação com venda de direitos federativos dos atletas	17
Figura 6: Valuation do Fluminense – BTG	17
Figura 7: DRE Fluminense Football Club Realizado + Projetado	19
Figura 8: Histórico e Projeção da Receita Líquida – Consolidada	19
Figura 9: Histórico e Projeção da Despesa	Erro! Indicador não definido.0
Figura 10: Histórico e Projeção do EBITDA e EBIT.....	Erro! Indicador não definido.1
Figura 11: Histórico e Projeção da Receita Líquida - Consolidada.....	21
Figura 12: Beta de diferentes Clubes pelo Mundo	Erro! Indicador não definido.2
Figura 13: Variáveis e Cálculo do WACC	Erro! Indicador não definido.2
Figura 14: Projeção de Fluxo de Caixa para a Firma	Erro! Indicador não definido.3
Figura 15: Fluxo de Caixa Descontado.....	Erro! Indicador não definido.3
Figura 16: Análise de sensibilidade	Erro! Indicador não definido.4

1. Introdução

1.1. Introdução ao Tema e ao Problema do Estudo

No meio acadêmico e profissional, existem diversos modelos de avaliação de empresas, sendo cada um mais adequado para o ativo em análise. Independentemente do modelo, o principal objetivo é determinar a precificação de um ativo com base em premissas e metodologias pré-definidas. Também conhecido como *valuation*, esse processo visa atingir um valor justo para um ativo, de modo a gerar valor para todas as partes envolvidas em uma transação (DAMODARAN, 2007).

O *valuation* de uma empresa ou ativo é uma ferramenta que auxilia na tomada de decisão de investidores que pretendem alocar ou resgatar recursos (LUSTOSA, 2015). Tal análise contribui para a identificação de ativos que possam estar subavaliados ou superavaliados no mercado, potencializando estratégias de capitalização (SOUTE et al., 2008). O método mais difundido, principalmente no Brasil, é o do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), que busca compreender o valor intrínseco de uma empresa ou projeto a ser realizado (SOUTE et al., 2008). Por sua robustez e aplicabilidade, este será o método adotado no presente estudo.

O futebol, amplamente reconhecido como paixão nacional, ultrapassou sua dimensão cultural e consolidou-se como um negócio bilionário em escala global. Entretanto, no Brasil, os clubes de futebol historicamente enfrentam dificuldades financeiras em razão de gestões amadoras, falta de governança e endividamento crônico (BENRADT, 2019). Em 2021, as dívidas acumuladas pelos clubes brasileiros ultrapassaram R\$ 10 bilhões (LIMA, 2022). Esse cenário motivou a criação da Lei nº 14.193/2021, que instituiu a Sociedade Anônima do Futebol (SAF), possibilitando que clubes antes organizados como associações sem fins lucrativos se transformassem em empresas com foco em sustentabilidade financeira e retorno de investimentos (SIMMONS, 2022).

O modelo SAF possibilita a entrada de capital estrangeiro e nacional, a profissionalização da gestão, a expansão de mercados e a implementação de inovações estratégicas. No caso do Fluminense Football Club, objeto central deste estudo, a abertura para investimentos via SAF pode viabilizar aportes relevantes em infraestrutura, categorias de base, estádio próprio, marketing esportivo e aumento da competitividade no futebol internacional. Esses potenciais

investimentos, aliados a uma gestão profissionalizada, poderiam recolocar o clube em patamares financeiros e esportivos mais sólidos.

Diferentemente de outras áreas, *valuations* de clubes de futebol ainda são pouco explorados no meio acadêmico brasileiro, justamente por se tratar de um tema recente e em constante transformação. Estudos como este ganham relevância ao fornecer parâmetros comparativos e metodológicos para avaliar se os valores negociados ou projetados correspondem de fato ao valor justo das instituições esportivas.

Neste contexto, a questão de pesquisa que orienta este trabalho é: **Qual é o valor justo do Fluminense Football Club, a partir da aplicação do método do Fluxo de Caixa Descontado (DCF), e em que medida o *valuation* elaborado pelo BTG Pactual, no âmbito da proposta de criação da SAF, reflete uma estimativa coerente com a realidade financeira do clube?** A hipótese do estudo é que o *valuation* encontrado apresentará certa semelhança em relação aos valores apresentados pelo o BTG e que a entrada de investimentos via SAF teria o potencial de elevar significativamente a saúde econômica do clube.

1.2. Objetivo Principal do Estudo

Portanto, diante do cenário exposto, o objetivo deste trabalho é definir o valor justo do Fluminense Football Club sem a SAF e analisar os possíveis impactos de investimentos, incluindo uma proposta de aporte de R\$ 500 milhões, advindos de uma eventual transformação em SAF. Para isso, será desenvolvido um *valuation* utilizando o modelo de Fluxo de Caixa Descontado, que permitirá calcular o Valor Presente Líquido do clube e compará-lo com valores praticados em negociações recentes no mercado do futebol brasileiro e principalmente pelo estudo feito pelo banco BTG.

1.3. Objetivos Intermediários do Estudo

Para alcançar o objetivo proposto, este trabalho estabelece os seguintes objetivos intermediários:

- Analisar os fundamentos econômico-financeiros do Fluminense Football Club, com base nos demonstrativos históricos disponíveis e nas projeções para o período de 2020 a 2029;

- Estimar os fluxos de caixa futuros do clube, considerando premissas consistentes com a realidade do futebol brasileiro.
- Determinar a taxa de desconto (WACC), ajustando o custo de capital de terceiros e o custo de capital próprio pelo CAPM, considerando os riscos específicos do setor esportivo;
- Comparar os valores obtidos pelo modelo tradicional de Fluxo de Caixa Descontado com o apresentado pelo BTG.
- Realizar análises de sensibilidade sobre variáveis críticas, como WACC e taxa de crescimento na perpetuidade, para compreender a robustez do *valuation*;
- Destacar os fatores estratégicos que influenciam a precificação do Fluminense, especialmente aqueles relacionados à profissionalização da gestão e expansão de receitas.
- Investigar se o Clube tem condições de crescer no âmbito esportivo sem contar com investimentos externos.

1.4. Delimitação do Estudo

Este trabalho está centrado na análise econômico-financeira do Fluminense Football Club, considerando o desempenho do clube com base nos dados financeiros e operacionais disponíveis de 2020 até 2024 e nas projeções elaboradas para o período de 2025 a 2029.

A análise contempla as principais fontes de receita, despesas operacionais e estrutura de capital do clube, incorporando premissas desenvolvidas a partir de demonstrativos contábeis oficiais e estimativas projetadas em modelo próprio de *valuation*.

1.5. Justificativa e Relevância do Estudo

A relevância deste estudo está no contexto de transformação estrutural do futebol brasileiro, impulsionado pela Lei nº 14.193/2021, que instituiu a Sociedade Anônima do Futebol (SAF) e possibilitou a entrada de capital privado, a profissionalização da gestão e a busca por sustentabilidade financeira nos clubes. Nesse cenário, compreender o valor econômico de instituições tradicionais, como o Fluminense Football Club, torna-se essencial para embasar decisões de investimento e avaliar a viabilidade de novos modelos de governança.

Do ponto de vista acadêmico e prático, o estudo contribui para o avanço da literatura sobre *valuation* aplicado ao setor esportivo, ainda pouco explorado no Brasil, e oferece uma referência metodológica para investidores, analistas e gestores interessados em estimar o valor justo de clubes de futebol a partir do método de Fluxo de Caixa Descontado. Em um ambiente de crescente atenção à transparência financeira e à eficiência administrativa, compreender os fatores que determinam o valor de um clube é fundamental para promover uma gestão mais profissional, sustentável e alinhada às práticas modernas do mercado esportivo.

2 Referencial Teórico

2.1. Fundamentos de *Valuation*

O *valuation* é o processo de determinação do valor de um ativo, seja uma empresa, ação ou projeto, com o objetivo de identificar se ele está subavaliado ou superavaliado no mercado (SOUTE et al., 2008). Essa análise orienta decisões de investimento, fusões e aquisições, ao estimar o valor justo de um ativo a partir de informações financeiras e operacionais.

Segundo Damodaran (2007), existem três principais métodos de avaliação: o Fluxo de Caixa Descontado (*Discounted Cash Flow* – DCF), a avaliação relativa e a avaliação por direitos contingentes. Dentre eles, o DCF é o mais utilizado por analistas por permitir estimar o valor intrínseco de uma empresa com base em projeções de geração de caixa futuro.

O conceito de valor temporal do dinheiro é central nesse método: um real hoje vale mais do que um real amanhã, devido à capacidade de investimento e ao risco das incertezas futuras (DAMODARAN, 2012). Assim, os fluxos de caixa futuros são trazidos a valor presente por meio de uma taxa de desconto que reflete o custo de capital e o risco do negócio.

O modelo do DCF envolve etapas essenciais: (i) projeção dos fluxos de caixa com base em premissas econômicas; (ii) cálculo do valor residual; (iii) definição da taxa de desconto (WACC); e (iv) obtenção do valor justo da firma e do capital próprio. As variáveis mais importantes do processo são o tempo e a taxa de desconto, que determinam o valor presente líquido e refletem as condições macroeconômicas e o risco específico do ativo analisado.

2.2. Fluxo de Caixa Livre Descontado

Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é um dos métodos mais utilizados para determinar o valor intrínseco de uma empresa, sendo amplamente aplicado em análises financeiras e decisões de investimento. Segundo Damodaran (2012), o valor de um ativo corresponde ao valor presente de seus fluxos de caixa futuros esperados, trazidos a valor atual por meio de uma taxa de desconto que reflete o custo de capital e o risco do negócio.

O método baseia-se na projeção dos fluxos de caixa livres (*Free Cash Flow*) por um horizonte de tempo determinado e no cálculo de um valor residual (perpetuidade) ao final do período de projeção. A soma desses valores, descontada pelo Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), resulta no valor da firma (*Enterprise Value*).

Após essa etapa, subtrai-se o montante das dívidas líquidas, obtendo-se o valor do capital próprio (*Equity Value*), que representa o retorno potencial aos acionistas. O FCD, portanto, permite avaliar a capacidade de geração de valor econômico de uma empresa, levando em conta suas projeções financeiras, estrutura de capital e nível de risco. O modelo pode ser descrito da seguinte forma:

Fluxo de Caixa da Empresa
Receita Líquida
(-) Custo do Produto Vendido e Despesas
(=) EBIT
(-) Imposto de Renda (IR)
(=) EBIT* (1 – IR)
(+) Depreciação e Amortização
(-) Investimentos
(-) Variação do Capital de Giro
(=) Fluxo de Caixa da Empresa

Figura 1: Método de Fluxo de Caixa

O Valor Presente Líquido (VPL) é um indicador utilizado para determinar o valor atual de um investimento ou negócio. Ele corresponde à soma dos fluxos de caixa futuros descontados por uma taxa de juros, trazendo-os ao valor presente (MANTOVAN, 2013). Em outras palavras, o VPL representa o resultado do somatório dos fluxos de caixa descontados (FCD) somado ao investimento inicial realizado no Ano 0. Sua fórmula pode ser expressa da seguinte forma:

$$VPL = \sum_{t=1}^n \frac{FCL_t}{(1+r)^t} - I_0 \quad (1)$$

Onde:

- FCL = Fluxo de Caixa Livre
- r = Taxa de Desconto (WACC)
- t = Período de cada FCL
- I_0 = Investimento Inicial

2.3. Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

A taxa de desconto, também chamada de custo de capital, é definida por Martins (2006) como “a taxa escolhida é usualmente o custo médio ponderado de capital, devido à sua capacidade implícita de incorporar os riscos associados a determinado negócio”. Trata-se de um cálculo complexo, pois varia conforme as características de cada empresa, não havendo um valor único e absoluto. Assim, diferentes estudos sobre o mesmo ativo podem apresentar resultados distintos em função da taxa adotada.

O cálculo da taxa de desconto envolve a média ponderada entre o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros, resultando no Custo Médio Ponderado de Capital (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*). Esse indicador reflete o retorno mínimo exigido pelos investidores e credores para financiar as operações de uma empresa, levando em conta o nível de risco e a estrutura de capital adotada.

A fórmula geral do WACC é expressa da seguinte forma:

$$WACC = (CT \times k_d) + (CP \times k_e) \quad (2)$$

Onde:

- CT = Capital de Terceiros / Patrimônio Líquido da Empresa
- CP = 1 – CT = Capital Próprio / Patrimônio Líquido
- K_d = Custo Líquido de Capital de Terceiros
- K_e = Custo de Capital Próprio

O WACC representa, portanto, o custo médio de financiamento de uma empresa, sendo utilizado como taxa de desconto no modelo de Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Sua correta determinação é essencial para estimar o valor presente dos fluxos de caixa futuros, permitindo uma avaliação mais precisa do valor econômico da firma.

No contexto deste trabalho, o WACC será aplicado para calcular o valor presente dos fluxos de caixa projetados do Fluminense Football Club, refletindo o risco e o custo de capital compatíveis com a realidade do setor esportivo brasileiro.

2.4.Custo de Capital de terceiros e Custo de Capital Próprio

O Custo de Capital de Terceiros (K_d) representa o encargo financeiro das dívidas contraídas pela empresa, refletindo o retorno exigido pelos credores como compensação pelo risco de inadimplência (SILVA, 2016; LEAL, 2012). À medida que o risco percebido aumenta, as instituições financeiras tendem a cobrar spreads mais elevados, ampliando o custo da dívida.

Esse custo é calculado com base na taxa média ponderada dos empréstimos e ajustado pelos benefícios fiscais decorrentes da dedutibilidade dos juros. A fórmula geral é:

$$k_d = k_t \times (1 - \alpha) \quad (3)$$

Onde:

- K_t = taxa média ponderada de empréstimos;
- α = alíquota efetiva de imposto de renda corporativo.

Já o Custo de Capital Próprio (K_e) corresponde ao retorno mínimo esperado pelos acionistas, levando em conta o risco associado ao investimento. Segundo Damodaran (2007), o método mais utilizado para mensurar esse custo é o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que relaciona o retorno esperado de um ativo ao risco sistemático de mercado. A fórmula é:

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (4)$$

Onde:

- R_f = taxa livre de risco;
- β = coeficiente de risco sistemático da empresa;
- $(R_m - R_f)$ = prêmio de risco de mercado.

O ativo livre de risco é aquele que oferece retorno certo, sem exposição à variação de mercado – como os títulos públicos federais, comumente utilizados

como referência (LEAL, 2012). O coeficiente beta (β) mede a sensibilidade do ativo em relação ao mercado, indicando o grau de risco sistemático.

Em empresas de capital fechado, como é o caso da maioria dos clubes de futebol brasileiros, a estimativa do beta é mais desafiadora pela escassez de informações de mercado. Nesses casos, recomenda-se utilizar betas de empresas comparáveis ou ajustes baseados em médias setoriais (TOMAZONI; MENEZES, 2002).

Por fim, o prêmio de risco de mercado representa a diferença entre o retorno esperado do mercado e a taxa livre de risco, refletindo o retorno adicional exigido pelos investidores para compensar a exposição a ativos de maior risco (DAMODARAN, 2007).

2.5. Análise de sensibilidade

A análise de sensibilidade é uma etapa fundamental em modelos de avaliação, pois permite avaliar o impacto de variações em premissas-chave sobre o valor final estimado da empresa. Essa ferramenta fornece uma visão clara sobre o comportamento do modelo frente à incerteza, reforçando o caráter probabilístico das projeções (DAMODARAN, 2012).

Dentre as variáveis envolvidas na precificação por fluxo de caixa descontado, destacam-se duas como particularmente sensíveis: a taxa de desconto (WACC) e a taxa de crescimento da perpetuidade (g). Ambas exercem influência direta sobre o valor presente dos fluxos de caixa, sendo que alterações marginais nesses parâmetros podem resultar em variações expressivas no valor final da empresa.

É prática comum nos modelos financeiros a construção de matrizes de sensibilidade cruzando diferentes cenários de WACC e g , a fim de estimar uma faixa plausível de valor justo da firma.

Essa abordagem não apenas amplia a compreensão dos efeitos dessas variáveis no resultado final, como também orienta o analista na tomada de decisão, ao indicar os limites superior e inferior de valor segundo diferentes hipóteses de mercado. Segundo Damodaran (2012), a análise de sensibilidade é uma das principais ferramentas para capturar incertezas no *valuation* e testar a robustez do modelo frente a variações em premissas-chave.

2.6. Análise do setor: Futebol Brasileiro

O mercado do futebol brasileiro vive um momento de forte dinamismo financeiro, mesmo diante de desafios estruturais. De acordo com levantamento da consultoria Sports Value (2025), os 20 principais clubes da Série A alcançaram uma receita agregada de R\$ 10,9 bilhões em 2024, batendo recorde histórico, mas ao mesmo tempo registrando um aumento das dívidas de 15,7 % no período.

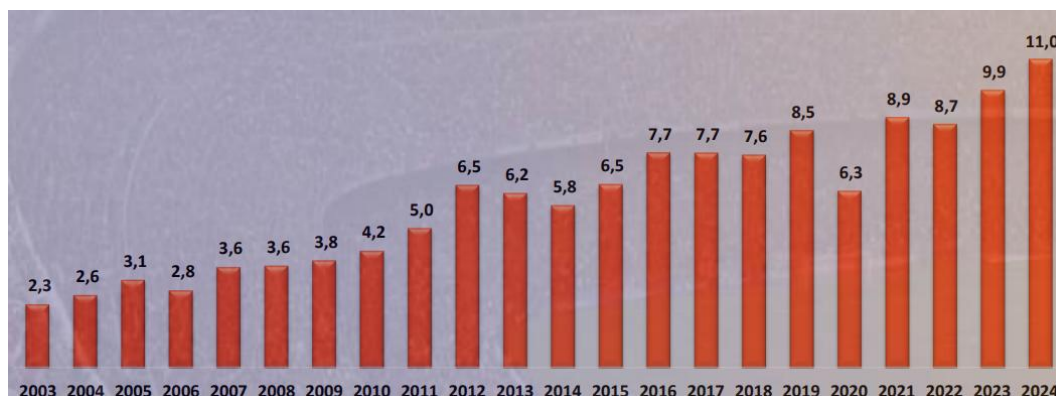


Figura 2: Receita acumulada dos top 20 times do Brasil

Fonte: Sports Value (2025)

As fontes de receita dos clubes vem passando por uma modificação em sua composição: em 2024, os direitos de transmissão e premiações representaram cerca de 30 % do total, enquanto transferências de atletas responderam por 26%, marketing por 18 %, sócio-torcedor e clube social por 11%, e bilheteria/estádio por aproximadamente 10%.

Assim, a seguir, a Figura 3 apresenta o ranking de receitas dos clubes da Série A do Campeonato Brasileiro nos anos de 2023 e 2024, conforme levantamento da Sports Value (2025). O dado ilustra o crescimento expressivo do setor e a consolidação de uma elite financeira no futebol nacional, formada principalmente por clubes com maior estrutura administrativa, presença de torcidas amplas e desempenho esportivo consistente.

RK 2024	Clubes	Receitas - R\$ milhões		Varição
		2024	2023	2023-2024
1	Flamengo	1.334,4	1.374,0	-3%
2	Palmeiras	1.274,1	908,9	40%
3	Corinthians	1.114,9	936,7	19%
4	São Paulo	731,9	680,8	8%
5	Botafogo SAF	ND	388,1	-
6	Fluminense	684,2	474,8	44%
7	Atlético-MG SAF	674,2	461,0	46%
8	Athletico-PR	572,8	530,1	8%
9	Internacional	516,8	404,6	28%
10	Grêmio	509,4	521,0	-2%
11	Vasco da Gama SAF	473,8	363,7	30%
12	Santos	459,5	424,4	8%
13	Red Bull Bragantino Ltda	425,2	375,9	13%
14	Cruzeiro SAF	371,6	243,4	53%
15	Bahia SAF	298,3	176,5	69%
16	Fortaleza SAF	258,3	258,5	0%
17	Cuiabá SAF	218,9	164,0	33%
18	Vitória	186,1	72,5	157%
19	Ceará	104,8	71,6	46%
20	Atlético-GO SAF	93,0	26,5	251%

Figura 3: Variação de Receitas dos 20 principais clubes de 2023 a 2024

Fonte: Sports Value (2025)

Além disso, nota-se o impacto da adoção do modelo SAF em diversos clubes, como Botafogo, Cruzeiro, Vasco, Bahia e Atlético-GO, que apresentaram crescimento significativo de receitas, impulsionado pela entrada de capital de investidores e maior profissionalização da gestão. Esse cenário evidencia uma tendência de recuperação e expansão financeira do futebol brasileiro, marcada por receitas recordes e por uma crescente diferença entre clubes estruturados financeiramente e aqueles ainda dependentes de receitas irregulares.

Porém, apesar do aumento de receita, vimos que a situação financeira de grande parte dos clubes não está positiva. Os dados da Figura 4 a seguir revelam uma disparidade significativa na gestão financeira do futebol nacional, com poucos clubes operando de forma lucrativa e a maioria acumulando déficits recorrentes ao longo dos últimos anos.

RK 2024	Clubes	Superávits / Déficits -R\$ milhões							Acumulado Últimos 7 anos
		2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	
1	Palmeiras	198,2	8,5	18,2	133,1	-151,0	1,7	30,7	239,4
2	Cuiabá SAF	64,8	37,4	25,8	-5,0	-0,2	1,7	1,4	125,8
3	Grêmio	43,6	-28,0	-96,3	14,2	37,5	22,2	53,5	46,7
4	Red Bull Bragantino Ltda	31,0	27,1	21,9	22,0	13,4	0,1	-29,0	86,6
5	Athletico-PR	23,4	383,3	47,7	66,3	134,4	63,5	16,5	735,0
6	Fluminense	0,1	78,7	7,1	-2,1	-2,9	-9,3	-1,5	70,2
7	Flamengo	-0,7	319,5	135,7	177,6	-106,9	62,9	45,9	634,0
8	Ceará	-5,7	-0,8	-6,2	0,3	0,4	5,8	3,0	-3,2
9	Internacional	-34,5	168,6	1,0	0,8	-91,9	-3,0	-9,6	31,5
10	Vitória	-41,3	-24,1	34,8	-42,0	-20,6	-1,8	-4,8	-99,8
11	Atlético-GO SAF	-45,1	41,7	13,8	30,7	2,7	1,3	6,3	51,3
12	Fortaleza SAF	-80,3	66,2	32,3	15,3	-9,8	3,4	-1,5	25,6
13	Vasco da Gama SAF	-92,1	-123,5	-88,1	122,2	-77,5	-24,6	64,9	-218,7
14	Botafogo SAF	ND	-101,1	-248,3	78,4	-139,0	-21,9	-17,2	-449,1
15	Santos	-105,2	-5,5	16,9	43,9	-119,8	23,5	-77,4	-223,5
16	Coritiba SAF	-139,4	34,7	60,8	3,9	-22,2	-50,5	-2,6	-115,4
17	Cruzeiro SAF	-169,9	260,1	-24,6	-113,0	-226,5	-394,1	-73,8	-741,8
18	Corinthians	-181,8	1,2	15,4	5,7	-148,5	-195,0	-18,8	-521,8
19	Bahia SAF	-246,5	-66,0	-77,8	27,8	-50,6	3,9	4,5	-404,8
20	São Paulo	-287,6	-62,3	37,5	-106,5	-129,6	-156,1	7,2	-697,4
21	Atlético-MG SAF	-299,4	-122,3	70,6	101,9	19,2	-47,2	-21,9	-299,1

Figura 4: Superávits/Déficits dos principais clubes brasileiros (2018 – 2024)

Fonte: Sports Value (2025)

Em 2024, apenas poucos clubes registraram superávit relevante – com destaque para o Palmeiras (R\$ 198,2 milhões) e o Cuiabá SAF (R\$ 64,8 milhões) – enquanto a maior parte encerrou o ano com resultados negativos. Casos como Atlético-MG SAF (-R\$ 299,4 milhões), São Paulo (-R\$ 289,6 milhões) e Corinthians (-R\$ 181,8 milhões) ilustram a dificuldade das equipes em manter equilíbrio financeiro diante de custos crescentes e gestão ineficiente.

Esses resultados refletem anos de má administração, ausência de planejamento orçamentário e dependência de receitas não recorrentes, como vendas de jogadores e adiantamento de direitos de transmissão. A falta de governança e de transparência fiscal tem comprometido a sustentabilidade do modelo associativo, tornando a transformação em Sociedade Anônima do Futebol (SAF) uma alternativa necessária.

A Lei nº 14.193/2021 (Brasil) possibilitou que clubes reestruturassem passivos, atraíssem investidores e adotassem práticas mais profissionais de gestão. O avanço de projetos como Botafogo SAF, Cruzeiro SAF, Vasco SAF, Bahia SAF e Cuiabá SAF demonstra que o novo formato tem se consolidado como caminho viável para recuperar a credibilidade financeira e garantir sustentabilidade de longo prazo ao futebol brasileiro.

2.7. Fluminense Football Club

O Fluminense Football Club foi fundado em 1902 como uma associação civil dedicada à prática do futebol e, ao longo das décadas, consolidou-se como uma das instituições esportivas mais tradicionais e influentes do país. O clube

acumulou conquistas expressivas em diferentes períodos, tornando-se protagonista em competições estaduais, nacionais e internacionais. Entre suas vitórias mais recentes, destaca-se a conquista da Copa Libertadores da América de 2023, um marco histórico que reforçou sua relevância continental e contribuiu para o fortalecimento da marca Fluminense, tanto em termos esportivos quanto institucionais. Esse título representou não apenas o auge esportivo de uma geração, mas também o início de uma nova fase de profissionalização e busca por equilíbrio financeiro, aspectos essenciais em um cenário cada vez mais competitivo no futebol brasileiro.

No âmbito econômico, o Fluminense apresentou, em 2024, a maior receita operacional de sua história, totalizando R\$ 684 milhões, de acordo com o balanço divulgado pelo clube e pela GE (2025). Esse crescimento foi impulsionado principalmente pelas vendas de atletas, que atingiram cerca de R\$ 268 milhões (mostrado na Figura 5), frente aos R\$ 16 milhões registrados em 2023, além do aumento das receitas com patrocínio, sócio torcedor e bilheteria. Apesar dos avanços, o passivo circulante do clube subiu de R\$ 268 milhões para R\$ 367 milhões, refletindo o desafio de transformar o clube financeiramente saudável a curto e longo prazo. O clube encerrou o exercício de 2024 com um pequeno superávit de R\$ 114 mil, demonstrando melhora na gestão orçamentária, mas ainda com forte dependência de fontes de receita variáveis, como transferências de atletas. Essa estrutura financeira reforça a necessidade de diversificação de receitas e de um controle mais eficiente sobre gastos e endividamento, para que o Fluminense consiga consolidar sua posição entre os clubes mais equilibrados financeiramente do país.

Nesse contexto, o Fluminense vem estruturando um processo de transição para o modelo de Sociedade Anônima do Futebol (SAF), seguindo a tendência de profissionalização que tem transformado o cenário do futebol nacional. De acordo com informações divulgadas pela UOL (2025), a proposta liderada pela LZ Sports e assessorada pelo Banco BTG Pactual – que avalia o Clube em R\$1.131.000.000,00 (Figura 6) - prevê um aporte de R\$ 500 milhões nos dois primeiros anos e um investimento total estimado em R\$ 6,9 bilhões ao longo de dez anos. Os recursos seriam destinados à reestruturação das suas obrigações, atualmente em torno de R\$ 871 milhões, e à modernização das áreas esportiva e administrativa, incluindo investimentos em infraestrutura, base, marketing e desempenho técnico. A adesão ao modelo SAF representa uma oportunidade estratégica para o Fluminense alinhar-se aos padrões internacionais de governança e gestão esportiva, fortalecendo sua competitividade, aumentando

sua capacidade de geração de valor e garantindo maior sustentabilidade financeira para o futuro.

Contraparte	Referente a	Atleta	2024
Wolverhampton Wanderers Football Club	Cessão definitiva	André Trindade da Costa Neto	132.037
Al Ahli Club Company	Cessão definitiva	Alexsander Cristhian Gomes da Costa	56.190
FIFA	Clearing house	Alexsander Cristhian Gomes da Costa	1.291
Football Club Zenit (Rússia)	Cessão definitiva	Marcelio Florêncio Mota Filho	17.181
Real Bétis Balompie, S.A.D.	Direitos econômicos e financeiros	Luiz Henrique André Rosa da Silva	12.564
S.A.F Botafogo	Mecanismo de solidariedade	Luiz Henrique André Rosa da Silva	394
Sociedade Esportiva Palmeiras	Cessão definitiva	Caio Fernando de Oliveira	9.777
Udinese Calcio S.P.A. (Itália)	Direitos econômicos e financeiros	Matheus Martins Silva dos Santos	5.883
Udinese Calcio S.P.A. (Itália)	Cláusula de formação	Matheus Martins Silva dos Santos	342
Widath Athletic Club	Cessão definitiva	Arthur Wenderosky Sanches	5.283
Widath Athletic Club	Direitos econômicos e financeiros	Arthur Wenderosky Sanches	2.889
Watford Football Club	Cessão definitiva	Kayky Henrique Almeida Brandão da Silva	5.097
Rangers Football Club	Cessão definitiva	Jefte Vital da Silva Dias	3.460
São Paulo Futebol Clube	Cessão definitiva	Michel Daryl Araujo Villar	3.363
São Paulo Futebol Clube	Direitos econômicos e financeiros	Michel Daryl Araujo Villar	2.577
Apoel Nicosia	Cessão definitiva	João Luiz da Silva Cipriano	2.430
Sporting Club de Lisboa	Mais-valia	Marcus Wendel Valle da Silva	1.203
FIFA	Clearing house	Francisco Evanilson de Lima Barbosa	1.159
F. C. Nantes (França)	Mecanismo de solidariedade	Douglas Augusto Soares Gomes	962
Tottenham Hotspur Football Club	Mecanismo de solidariedade	Richarlison de Andrade	824
BV Cercle Brugge K.S.V.	Cessão temporária	Erick Nunes Barbosa dos Santos	507
Al Ahli Club Company	Mecanismo de solidariedade	Roger Ibañez da Silva	380
OUTRAS			2.376
			268.169

Figura 5: Arrecadação com venda de direitos federativos dos atletas

Fonte: GE 2025

(R\$ milhões)	Anúncio da Transação	Valuation			Participação Após Transação	
		Valor da Firma	Dívida Líquida (pre-money)	Equity Value (pre-money)	Associação (% da SAF)	Investidor (% da SAF)
Atlético-MG ²	jul-23	1,302	1,557	-255	25%	75%
Coritiba	mai-23	273	215	58	10%	90%
Bahia	mai-23	299	260	39	10%	90%
Vasco	fev-22	751	700	51	30%	70%
Botafogo	dez-21	560	515	45	10%	90%
Cruzeiro	dez-21	359	353	6	10%	90%
Mediana	-	460	434	42	10%	90%
Fluminense³	-	1,131	871	260	34%	66%

Figura 6: Valuation do Fluminense – BTG

Fonte: Portal da Transparência Fluminense Football Club 2025

3 Metodologia

3.1. Tipo de Pesquisa

Este estudo caracteriza-se como uma pesquisa aplicada, de natureza quantitativa e descritiva, com abordagem dedutiva. O objetivo é desenvolver um modelo de avaliação econômico-financeira (*valuation*) do Fluminense Football Club, com base no método do Fluxo de Caixa Descontado (DCF), e comparar os resultados obtidos com o *valuation* elaborado pelo BTG Pactual, apresentado na proposta de criação da Sociedade Anônima do Futebol (SAF).

A pesquisa busca avaliar se o valor estimado pelo mercado condiz com a realidade financeira do clube e, sobretudo, se a entrada de capital externo – proposta na estrutura da SAF – seria de fato necessária para garantir a sustentabilidade financeira e a permanência do Fluminense na elite do futebol brasileiro.

Além disso, o estudo adota uma abordagem exploratória e comparativa, ao analisar a evolução do modelo de negócio do futebol nacional e as experiências de outros clubes que migraram para o formato SAF, como Botafogo e Cruzeiro, permitindo compreender semelhanças, particularidades e implicações desse processo no caso do Fluminense.

3.2. Coleta de Dados

A construção do modelo de *valuation* foi baseada em informações públicas, documentais e financeiras disponibilizadas pelo Fluminense Football Club, complementadas por dados obtidos em relatórios setoriais, fontes acadêmicas e projeções de mercado. Os dados financeiros utilizados foram extraídos diretamente dos balanços patrimoniais e demonstrações do resultado do exercício (DRE) do clube referentes aos períodos de 2021 a 2024, e sistematizados em planilha própria desenvolvida pelo autor até 2029 (Figura 7).

Essas informações permitiram a análise da performance histórica do clube, com ênfase nas receitas recorrentes (direitos de transmissão, bilheteria, patrocínios e transferências de atletas), custos operacionais, despesas administrativas e estrutura de endividamento. A partir dessa base, foi possível

elaborar as premissas de projeção e desenvolver o modelo de avaliação econômico-financeira do Fluminense.

Adicionalmente, os dados macroeconômicos utilizados – como taxa Selic, CDI e prêmio de risco de mercado – foram obtidos de fontes públicas, incluindo o Banco Central do Brasil (2025) e o Relatório Focus. As premissas financeiras complementares relativas ao cenário de SAF e à estrutura de capital foram retiradas do documento Projeto Vale – BTG Pactual e LZ Sports (2025), que apresenta a proposta de aporte e o *valuation* base do clube.

Demonstrativo de Resultado do Exercício (D)	Histórico				Projetado				
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
(=) Receita Líquida	313.935	328.920	862.330	662.073	738.914	835.536	954.375	1.103.937	1.295.150
% Crescimento	N/D	4,77%	162,17%	(23,22%)	11,61%	13,08%	14,22%	15,67%	17,32%
(-) Despesas	(286.877)	(287.666)	(520.646)	(588.860)	(668.215)	(761.957)	(872.036)	(1.002.563)	(1.158.641)
% Crescimento	N/D	0,28%	80,99%	13,10%	13,48%	14,03%	14,45%	14,97%	15,57%
(=) EBITDA	27.058	41.254	341.684	73.213	70.699	73.579	82.339	101.373	136.508
% Margem EBITDA	8,62%	12,54%	39,62%	11,06%	9,57%	8,81%	8,63%	9,18%	10,54%
(=) EBIT	22.905	36.874	337.400	68.773	66.316	69.162	77.909	96.889	131.999
% Margem EBIT	7,30%	11,21%	39,13%	10,39%	8,97%	8,28%	8,16%	8,78%	10,19%
(=) EBT	(2.059)	7.060	292.222	115	66.316	69.162	77.909	96.889	131.999
% Margem EBT	(0,66%)	2,15%	33,89%	0,02%	8,97%	8,28%	8,16%	8,78%	10,19%
(=) Lucro Líquido	(2.059)	7.060	292.222	115	66.316	69.162	77.909	96.889	131.999
% Margem Líquida	(0,66%)	2,15%	33,89%	0,02%	8,97%	8,28%	8,16%	8,78%	10,19%

Figura 7: DRE Fluminense Football Club Realizado + Projetado

A projeção do fluxo de caixa livre da firma (FCFF) para o período de 2025 a 2029 foi construída com base em premissas fundamentadas nas características operacionais do Fluminense e nas tendências do setor esportivo brasileiro.

A Figura 8 apresenta o histórico e a projeção da receita líquida consolidada do clube, considerando as fontes de receita recorrentes e extraordinárias.

Demonstrativo de Resultado do Exercício (D)	Histórico				Projetado				
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
(=) Receita Líquida	313.935	328.920	862.330	662.073	738.914	835.536	954.375	1.103.937	1.295.150
% Crescimento	N/D	4,77%	162,17%	(23,22%)	11,61%	13,08%	14,22%	15,67%	17,32%

Figura 8: Histórico e Projeção da Receita Líquida – Consolidada

Considerando um crescimento – influenciadas por desempenho em competições, transferências de atletas e variáveis macroeconômicas –, foi adotada uma abordagem de crescimento médio dos últimos 3 anos com uma correção de 30%, já que em alguns aspectos como Patrocínios e direitos de transmissão já estão negociados e com valores fixados. O modelo considerou o cenário econômico atual e a elevação do custo de capital no Brasil, resultando em crescimentos anuais moderados de receita a partir de 2025, com um valor médio de 14,8%.

Já as despesas operacionais do Fluminense foram divididas em quatro categorias principais:

1. Remuneração, salários, encargos e benefícios
2. Transporte e gastos com os jogos
3. Outras despesas operacionais
4. Resultado de equivalência patrimonial

Essas despesas foram projetadas para o período de 2025 a 2029, tomando como base o aumento de receita e premissas de crescimento de remuneração, com base na variação de 2023 para 2024. O aumento reflete maior volume de investimentos no departamento de futebol e em estrutura administrativa, resultando em uma taxa média de expansão de 14,5% no período, como mostra a Figura 9.

Demonstrativo de Resultado do Exercício (D)	2021	Histórico 2022	2023	2024	2025	2026	Projetado 2027	2028	2029
(-) Despesas	(286.877)	(287.666)	(520.646)	(588.860)	(668.215)	(761.957)	(872.036)	(1.002.563)	(1.158.641)
% Crescimento	N/D	0,28%	80,99%	13,10%	13,48%	14,03%	14,45%	14,97%	15,57%
(-) Remunerações, salários, encargos e benefi	(186.288)	(208.711)	(323.950)	(371.159)	(425.248)	(487.219)	(558.221)	(639.570)	(732.774)
% crescimento	N/D	12,04%	55,21%	14,57%	14,57%	14,57%	14,57%	14,57%	14,57%
(-) Transporte e outros gastos com jogos e coi	(28.594)	(43.400)	(76.594)	(71.975)	(80.329)	(90.832)	(103.752)	(120.011)	(140.798)
% ROL	(9,11%)	(13,19%)	(8,88%)	(10,87%)	(10,87%)	(10,87%)	(10,87%)	(10,87%)	(10,87%)
(-) Outras Despesas Operacionais	(71.995)	(35.555)	(120.102)	(143.861)	(160.558)	(181.553)	(207.375)	(239.873)	(281.421)
% ROL	(22,93%)	(10,81%)	(13,93%)	(21,73%)	(21,73%)	(21,73%)	(21,73%)	(21,73%)	(21,73%)
(+/-) Resultado de Equivalência Patrimonial				(1.865)	(2.081)	(2.354)	(2.688)	(3.110)	(3.648)
% ROL	0,00%	0,00%	0,00%	(0,28%)	(0,28%)	(0,28%)	(0,28%)	(0,28%)	(0,28%)

Figura 9: Histórico e Projeção da Despesa

A partir da subtração das despesas sobre a receita, foi determinado o EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), indicador de rentabilidade operacional antes dos efeitos financeiros e tributários. Posteriormente, foram deduzidas as despesas de depreciação e amortização (D&A), fixadas em média de 1% sobre o ativo imobilizado, resultando no EBIT (Lucro Operacional) do clube.

Demonstrativo de Resultado do Exercício (DRE)		Histórico				Projetado				
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
(=) Receita Líquida	313.935	328.920	862.330	662.073	738.914	835.536	954.375	1.103.937	1.295.150	
% Crescimento	N/D	4,77%	162,17%	(23,22%)	11,61%	13,08%	14,22%	15,67%	17,32%	
(-) Despesas	(286.877)	(287.666)	(520.646)	(588.860)	(668.215)	(761.957)	(872.036)	(1.002.563)	(1.158.641)	
% Crescimento	N/D	0,28%	80,99%	13,10%	13,48%	14,03%	14,45%	14,97%	15,57%	
(=) EBITDA	27.058	41.254	341.684	73.213	70.699	73.579	82.339	101.373	136.508	
% Margem EBITDA	8,62%	12,54%	39,62%	11,06%	9,57%	8,81%	8,63%	9,18%	10,54%	
(=) EBIT	22.905	36.874	337.400	68.773	66.316	69.162	77.909	96.889	131.999	
% Margem EBIT	7,30%	11,21%	39,13%	10,39%	8,97%	8,28%	8,16%	8,78%	10,19%	
(=) EBT	(2.059)	7.060	292.222	115	66.316	69.162	77.909	96.889	131.999	
% Margem EBT	(0,66%)	2,15%	33,89%	0,02%	8,97%	8,28%	8,16%	8,78%	10,19%	
(=) Lucro Líquido	(2.059)	7.060	292.222	115	66.316	69.162	77.909	96.889	131.999	
% Margem Líquida	(0,66%)	2,15%	33,89%	0,02%	8,97%	8,28%	8,16%	8,78%	10,19%	

Figura 10: Histórico e Projeção do EBITDA e EBIT

A variação do capital de giro foi calculada a partir da diferença entre ativo circulante operacional e passivo circulante operacional, que foi incorporada anualmente aos fluxos de caixa da firma, refletindo as necessidades operacionais de capital ao longo do horizonte projetado. Para o cálculo foram considerados os principais componentes conforme Figura 5:

- Passivo circulante – Fornecedores, obrigações fiscais, sociais e trabalhistas e outros passivos circulantes
- Ativo Circulante – Contas a receber e estoques

Variação do Capital de Giro (CG)		Histórico				Projetado			
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ativo Circulante Operacional	29.860	64.453	162.318	168.129	135.451	153.163	174.947	202.364	237.415
Passivo Circulante Operacional	240.380	233.586	268.695	356.808	343.065	373.557	422.023	497.477	568.611
Capital de Giro	(210.520)	(169.133)	(106.377)	(188.679)	(207.614)	(220.394)	(247.076)	(295.113)	(331.195)
Variação do Capital de Giro	(210.520)	41.387	62.756	(82.302)	(18.935)	(12.781)	(26.682)	(48.037)	(36.082)
% ROL	(67,06%)	13,18%	19,99%	(26,22%)	(6,03%)	(4,07%)	(8,50%)	(15,30%)	(11,49%)

Figura 11: Histórico e Projeção do Capital de Giro

A taxa de desconto aplicada no modelo foi o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), estimado em 14,48%, conforme parâmetros de mercado detalhados na Figura 13. O custo de capital próprio (K_e) foi calculado a partir do modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), utilizando como taxa livre de risco (R_f) a projeção da Selic para 2026, de 12,00%, valor que reflete um patamar estável e adequado ao horizonte de longo prazo adotado no estudo. O prêmio de risco de mercado ($R_m - R_f$) foi definido em 6,00%, conforme consenso de mercado amplamente utilizado em modelos financeiros. O beta alavancado (β), indicador da sensibilidade do ativo em relação ao risco de mercado, foi fixado em 0,50, considerando a média dos clubes do setor esportivo, conforme mostra a Figura 12.

Clube	Beta
Juventus	0,66
Borussia Dortmund	1,25
Ajax	0,13
Celtic	0,02
Benfica	0,35
Lazio	0,64
Sporting	0,47
Porto	0,47
Média	0,50

Figura 12: Beta de diferentes Clubes pelo Mundo

Fonte: Yahoo Finance 2025

Dessa forma, o custo de capital próprio resultante foi de 14,99%, ponderando a estrutura de capital composta por 94,74% de capital próprio e 5,26% de capital de terceiros. O custo da dívida (K_d) foi estimado em 5,26%, calculado com base nas despesas financeiras sobre o total de empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo. Por fim, o modelo considerou um crescimento em perpetuidade de 2,00%, alinhado à projeção média do PIB brasileiro e à expectativa de crescimento sustentável do setor esportivo.

Weighted Average Cost of Capital (WACC)	
R\$ milhares	
WACC	14,48%
Custo de Capital Próprio	14,99%
Rm - Rf (Prêmio de risco do mercado)	6,00%
Rf - Média da SELIC nos últimos 5 anos	12,00%
Beta Alavancado	0,50
Capital Próprio	94,74%
Capital de Terceiros	5,26%
Custo de Capital de Terceiros (Companhia)	5,26%
Crescimento na Perpetuidade	2,00%

Figura 13: Variáveis e Cálculo do WACC

Logo, o $WACC = (14,99\% \times 94,74\%) + (6,00\% \times 0,5) = 14,48\%$. Com base nas premissas anteriormente citadas, e a construção de receitas e despesas, os Fluxos de Caixa são projetados de 2025 a 2029, como mostra a Figura 14.

Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCC)	Histórico				Projetado				
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
LAJIR (1-IR)	22.905	36.874	337.400	68.773	66.316	69.162	77.909	96.889	131.999
(+) Depreciação e Amortização	4.153	4.380	4.284	4.440	4.383	4.417	4.430	4.484	4.509
(-) Capex		3.345	3.257	239	(7.881)	(2.669)	(1.005)	(4.165)	(1.950)
(-) Variação do Capital de Giro	210.520	(41.387)	(62.756)	82.302	18.935	12.781	26.682	48.037	36.082
Fluxo de Caixa Operacional					81.753	83.690	108.016	145.245	170.640
Valor Terminal									1.394.573
Fluxo de Caixa					81.753	83.690	108.016	145.245	1.565.214

Figura 14: Projeção de Fluxo de Caixa para a Firma

E por fim, os valores são descontados pela taxa do WACC calculada (14,48%) e resultamos um *valuation* de aproximadamente 1,09 bilhões de reais para o Fluminense Football Club.

Fluxo de Caixa Descontado	Projetado				
	2025	2026	2027	2028	2029
Fluxo de Caixa Descontado	71.412	63.857	71.993	84.561	795.997
Valuation	1.087.821				

Figura 15: Fluxo de Caixa Descontado

3.3. Análise de Sensibilidade

A análise de sensibilidade tem como objetivo avaliar o impacto da variação de duas premissas fundamentais do modelo de *valuation* – a taxa de desconto (WACC) e a taxa de crescimento na perpetuidade (g) – sobre o valor estimado da firma. Essa análise é essencial para verificar a robustez do modelo e compreender como pequenas mudanças nas premissas podem influenciar significativamente o valor final do Fluminense Football Club.

Na Figura 15, o eixo vertical (Y) representa diferentes valores de WACC, variando entre 12,48% e 16,48%, enquanto o eixo horizontal (X) apresenta as variações da taxa de crescimento em perpetuidade, entre 1,00% e 3,00%. Cada célula reflete o *Enterprise Value* (valor da firma) resultante da combinação desses parâmetros.

Observa-se que o valor da firma aumenta à medida que o WACC diminui e que a taxa de crescimento em perpetuidade se eleva. Isso ocorre porque uma menor taxa de desconto reduz o custo de capital exigido pelos investidores, elevando o valor presente dos fluxos de caixa futuros. De forma semelhante, um crescimento de longo prazo mais elevado aumenta o valor terminal do modelo, ampliando o *valuation*.

	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
12,48%	R\$ 1.234.006,45	R\$ 1.276.286,70	R\$ 1.322.601,05	R\$ 1.373.555,77	R\$ 1.429.885,05
13,48%	R\$ 1.122.951,15	R\$ 1.157.357,54	R\$ 1.194.760,81	R\$ 1.235.570,35	R\$ 1.280.273,65
14,48%	R\$ 1.028.773,58	R\$ 1.057.159,88	R\$ 1.087.820,59	R\$ 1.121.040,47	R\$ 1.157.153,88
15,48%	R\$ 947.960,30	R\$ 971.657,26	R\$ 997.112,05	R\$ 1.024.527,81	R\$ 1.054.140,22
16,48%	R\$ 877.906,58	R\$ 897.891,86	R\$ 919.257,26	R\$ 942.150,87	R\$ 966.742,73

Figura 16: Análise de sensibilidade

O cenário-base adotado para este estudo utiliza um WACC de 14,48% e um crescimento em perpetuidade de 2,00%, resultando em um valor da firma de aproximadamente R\$ 1,09 bilhão. Este é o ponto central da análise e representa a melhor estimativa do valor econômico do Fluminense considerando as premissas mais realistas para o contexto atual.

A análise também evidencia que, em cenários mais pessimistas – com WACC em 16,48% e crescimento de 1,0% –, o valor da firma cai para cerca de R\$ 878 milhões, enquanto em contextos mais otimistas – com WACC próximo de 12,48% e crescimento de 3% – o *valuation* pode superar R\$ 1,4 bilhão.

Além disso, é possível perceber que o *valuation* do clube tende a depender mais da WACC do que do critério de perpetuidade, visto que, a menor WACC com a menor taxa de crescimento resulta em um valor mais alto do que praticamente todo o cenário de crescimento acima de 2,5% e 3%.

Dessa forma, a matriz de sensibilidade demonstra que o valor justo do Fluminense Football Club é sensível às condições macroeconômicas e às expectativas de crescimento de longo prazo, reforçando a importância da definição criteriosa dessas variáveis na estimativa do *valuation* final.

4 Conclusões e Considerações do Estudo

O presente trabalho teve como objetivo estimar o valor justo do Fluminense Football Club por meio do método do Fluxo de Caixa Descontado (DCF), analisando seus indicadores econômico-financeiros e comparando os resultados com o *valuation* elaborado pelo BTG Pactual, presente na proposta de transformação do clube em Sociedade Anônima do Futebol (SAF).

Com base nas projeções de fluxo de caixa e na taxa de desconto calculada (WACC de 14,48%), o modelo desenvolvido estimou um *valuation* de aproximadamente R\$ 1,09 bilhão, valor muito próximo ao apresentado pelo BTG em sua análise – R\$ 1,13 bilhão. Essa proximidade entre os resultados confirma a consistência das premissas utilizadas e demonstra que o valor de mercado proposto na operação da SAF é financeiramente coerente com a realidade do clube.

A análise dos demonstrativos contábeis e das projeções financeiras indicou que o Fluminense apresenta estrutura de capital fragilizada, com capital de giro negativo e crescimento das despesas em ritmo superior ao das receitas. Esse cenário reforça a necessidade de intervenção estrutural e de injeção de capital externo para garantir a sustentabilidade de longo prazo e manter a competitividade esportiva. A eventual entrada da SAF representaria, portanto, um movimento estratégico e financeiramente vantajoso, possibilitando a redução do endividamento, a reorganização orçamentária e o aumento da capacidade de investimento em infraestrutura, elenco e base.

Além de contribuir com a estabilidade financeira, o modelo SAF permitiria ao clube adotar padrões mais profissionais de governança e transparência, alinhados às melhores práticas do mercado esportivo global. A reestruturação de passivos, o fortalecimento das receitas recorrentes e o acesso a novas fontes de financiamento tornariam o Fluminense mais preparado para sustentar seu desempenho na elite do futebol brasileiro e consolidar-se como uma instituição moderna e financeiramente sólida.

Este estudo apresenta algumas limitações, especialmente pelo uso de dados públicos, pela adoção de premissas setoriais como o beta do mercado esportivo e pela não inclusão de cenários extremos, como rebaixamento ou

choques de receita. Para pesquisas futuras, recomenda-se comparar o valuation do Fluminense com outros clubes SAF, incorporar múltiplos de mercado como EV/EBITDA e explorar modelos probabilísticos para receitas e vendas de atletas, aprofundando a análise da volatilidade característica do setor.

5 Referências

BENRADT, Pedro Henrique Adoglio. Sociedade Anônima do Futebol (PL Nº 5.082/2016): a modernização do futebol brasileiro por meio do direito societário. Lato Sensu em Direito Societário – LLM, Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2019.

BRASIL. Lei nº 14.193, de 6 de agosto de 2021. Institui a Sociedade Anônima do Futebol (SAF). Brasília: Presidência da República. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/l14193.htm. Acesso em: 05 nov. 2025.

DAMODARAN, Aswath. Avaliação de Empresas. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

Fluminense Football Club. Publica proposta para criação da SAF no Portal da Transparência. Rio de Janeiro, 2025. Disponível em: <https://www.fluminense.com.br/noticia/fluminense-publica-proposta-para-criacao-de-saf-no-portal-da-transparencia>.

GE Globo. Balanço do Fluminense tem receita de R\$ 684 milhões impulsionada pela venda de atletas. Rio de Janeiro, 2025. Disponível em: <https://ge.globo.com/futebol/times/fluminense/noticia/2025/05/01/balanco-do-fluminense-tem-receita-de-r-684-milhoes-impulsionada-pela-venda-de-atletas-veja-numeros.ghtml>.

LEAL, M. E. Modelos de Avaliação de Empresas: Valuation da Vale S.A. Rio de Janeiro: UFRJ, 2012.

LIMA, M. Atlético-MG, Cruzeiro e Corinthians são os times mais endividados. São Paulo: Forbes Money, 2022. Disponível em: <https://forbes.com.br/forbes-money/2022/05/endividamento-times-brasileiros-2021/>. Acesso em: 04 nov. 2022.

LUSTOSA, C. F.; MACIEL, L. S. F. Valuation por múltiplos: um estudo de caso do setor de administradoras de shopping centers. Rio de Janeiro: UFRJ, 2015.

MARTINS, Eliseu (Org.). Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Econômica. 1. ed. – 5. reimpr. São Paulo: Atlas, 2006.

Portal da Transparência – Fluminense Football Club. Demonstrações Financeiras a partir de 2010. Rio de Janeiro, 2024. Disponível em: <https://transparenciafluminense.com.br/public/lista/70/financas/demonstracoes-financeiras-a-partir-de-2010>.

SILVA, E. M. A aplicação do Fluxo de Caixa Descontado para precificação de uma casa lotérica da cidade de Criciúma. Criciúma: UNESC, 2016.

SIMMONS, G. Qual a importância da SAF para o futebol? Diário do Comércio, São Paulo, 2022. Disponível em: <https://diariodocomercio.com.br/economia/o-que-significa-a-safpara-o-futebol/>. Acesso em: 03 nov. 2022.

SOUTE, Dione Olesczuk et al. Métodos de Avaliação Utilizados pelos Profissionais de Investimento. Revista UnB Contábil, Brasília, v. 11, n. 1-2, p. 1-17, jan./dez. 2008.

Sports Value. Finanças dos Clubes Brasileiros – 2024. São Paulo, maio 2025. Disponível em: <https://www.sportsvalue.com.br/wp-content/uploads/2025/05/Financas-clubes-2024-Final-report-maio-2025-1.pdf>.

SVIECH, Vinicius; MANTOVAN, Edson Ademir. Análise de Investimentos: controvérsias na utilização da TIR e VPL na comparação de projetos. Revista Percurso, [S.l.], v. 1, n. 13, p. 270–298, out. 2013.

TOMAZONI, Tarcísio; MENEZES, Emílio Araújo. Estimativa do custo de capital de empresas brasileiras de capital fechado (sem comparáveis de capital aberto). Revista de Administração, São Paulo, v. 37, n. 4, p. 38-48, out. 2002.

UOL Esporte. Fluminense fecha 2024 com receita recorde, mas vê dívida aumentar. São Paulo, 2025. Disponível em: <https://www.uol.com.br/esporte/futebol/ultimas-noticias/gazeta-esportiva/2025/05/01/fluminense-fecha-2024-com-receita-recorde-mas-ve-divida-aumentar.htm>.

Yahoo Finance. Futebol Clube do Porto – Futebol, S.A.D. (FCP.LS): Stock Price, News, Quote & History. Disponível em: <https://finance.yahoo.com/quote/FCP.LS/>.